跨周期调控，非正式经济和经济周期长度

——长经济周期下的投资策略

报告要点：

- **跨周期宏观调控可能是什么**

我们认为跨周期调控，是国家在发展过程中，非正式经济占比逐渐降低，经济周期逐渐延长，经济体量增长，逆周期调控难度逐渐增大后的一个必然选择。它的实现方法是调节需求/产出的波动率，进而实现对于风险的控制。

这种行为将有两种组成部分：

- **在需求波动率过高时遏制需求的波动率（财政刺激，拉动内需，“房住不炒”都在此类）**
- **在供给波动率过高时遏制供给的波动率(供给侧改革,环保限产都在此类)**

在这种调控思路下，货币政策，财政政策实际上都只是手段而非目的，实现供给和需求的平衡，降低需求/供给的波动率是目的。这个目的实现的过程中，国家的非正式经济将逐渐转化为正式经济，从而实现国家发展的目标（城镇化即为代表）。

- **从逆周期到跨周期，美国的经验**

跨周期调节的优势在于它可以延长经济周期的长度，但风险在于延长后的经济周期将会积累更大的风险。

从美国的经验来看，1950-1980 年更偏向于逆周期的监管，但结果是经济周期碎片化，持续时间较短。1980 年之后更偏向于跨周期的监管，即便通胀制约存在，也依然以维持经济结构为先。尽可能降低经济周期中的波动率。但代价是，2000 年科网泡沫和 2008 年金融危机比先前的危机更为严重。

- **跨周期可能拉长经济周期的时间**

如果在可预见的未来，共和国实行跨周期的调控，潜在的影响和可能的机会

- 经济周期可能被延长
- 未来除了经济数据之外，我们可能需要关注供给和需求的波动率
- 跨周期调节意味着更稳定的发展周期，当然代价是在更长时间段内积累的尾部风险需要用更大的决心和智慧化解

- **结论及投资策略**

综上所述，我们的结论如下：本轮中国经济周期的持续时间可能较以往更长；未来中国经济指标的波动率可能降低；从长期来看，中国经济版图中非正式经济的规模将逐渐缩小，低波动率环境更有利于企业集中度的提高

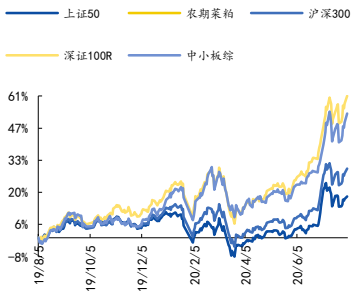
我们认为未来期权策略有可能成为良好的指数增强方法，上证 50 Buy Write/Put Write 策略有可能类似美国 PUT,BXM 基金，在长期跑赢 SPX 指数。

风险提示：不确定性事件发生导致必须回到逆周期调节模式；反垄断审查开始从严导致集中度提高存在上限；尾部风险的积累比预期更快。

主要数据：

上证综指：	
深圳成指：	13964.56
沪深 300：	4771.31
中小盘指：	4656.09
创业板指：	2868.88

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	陈大鹏
执业证书编号	S0020520070002
邮箱	chendapeng_sh@gyzq.com.cn
电话	02151097188

内容目录

1. 跨周期调控可能是什么？ 3

1.1 新兴市场的经济周期偏短 3

1.2 可能的原因之一 -消费/产出的波动率 6

1.3 可能的原因之二 - 逆周期的政策 8

1.4 跨周期调控的背景 – 经济体量增大之后，经济波动的绝对值也随之放大，逆周期的代价随之上升，直至不可持续 9

2.从逆周期到跨周期 10

2.1 海外市场的案例 10

2.2 国际经济周期不同步的结果 14

3.跨周期调节的潜在结果和投资策略 14

图表目录

表 1：新兴市场经济周期长度 （单位为季度） 3

图 1：通过先行和同步指标观察中国经济周期 4

图 2：通过波动率观察中国经济周期 4

图 3：美国经济周期 5

图 4：消费/产出的波动率与非正式经济的占比 6

图 5：需求/产出波动率与工业-消费差值 7

图 6：如果中国的非正式经济同样满足图 5 中所示的相关性，实际上 2012 年之后非正式经济可能是中国 2012 年之后经济周期的推手之一 8

表 2：凡事有利有弊 8

图 7：M2-GDP 9

图 8：M2 的存量不可同日而语（单位亿元） 10

图 9：美国实际 GDP 增速，失业率，PCE，联邦基金目标利率。灰色时间段为 NBER 定义的萧条期 10

图 10：1983-2010，平缓的周期 11

图 11：95-98 年，后周期的降息 13

图 12：全球金融危机之后欧债危机全球经济二次探底 14

1. 跨周期调控可能是什么？

我们认为跨周期调控，是国家在发展过程中，非正式经济占比逐渐降低，经济周期逐渐延长，逆周期调控难度逐渐增大后的一个必然选择。它的实现方法是调节需求/产出的波动率，进而实现对于风险的控制。

1.1 新兴市场的经济周期偏短

不管是研究经济周期，产出周期，还是金融资产价格周期。跨越世界范围，不同时间段，都有一个有趣的现象值得思考：新兴市场的经济周期比发达市场周期要短很多。更准确地说，按照 Rand John 和 Trap Finn 在 2012 年的研究[1]。新兴市场的商业周期一般长度在 7.7-12 个季度，也就是 2-3 年之间；而工业化国家的经济周期，往往在 24-32 个季度，也就是 6-8 年之间。这与我们先前的研究结果是一致的，无论是用经济先行/同步/滞后指标观察，抑或是用波动率周期观察，中国的经济周期比美国要更短。

下表展示了 15 个发展中国家在上世纪 60-90 年代的经济周期长度：

表 1：新兴市场经济周期长度[2]（单位为季度）

区域	国家	观察时间	繁荣期长度	萧条期长度	经济周期长度
南非	南非	1961-1999	5.8	5.9	11.8
	马拉维共和国	1970-1999	5.9	5.4	12.0
	尼日尼亚	1970-1999	4.0	5.5	9.5
	科特迪瓦	1968-1999	4.8	4.8	9.7
	津巴布韦	1978-1998	5.1	5.3	10.4
拉丁美洲	乌拉圭	1979-1999	4.9	4.3	9.1
	哥伦比亚	1980-1998	5.0	4.7	9.7
	秘鲁	1979-1999	4.6	4.3	9.4
	智利	1960-1999	3.7	3.8	7.8
	墨西哥	1960-1999	4.8	4.7	9.5
亚洲和北非	印度	1960-1999	3.1	4.7	8.1

[1] “Business Cycle in Developing Countries: Are They Different?” 2002, World Development

[2] Table 2“Business Cycle in Developing Countries: Are They Different?” 2002, World Development

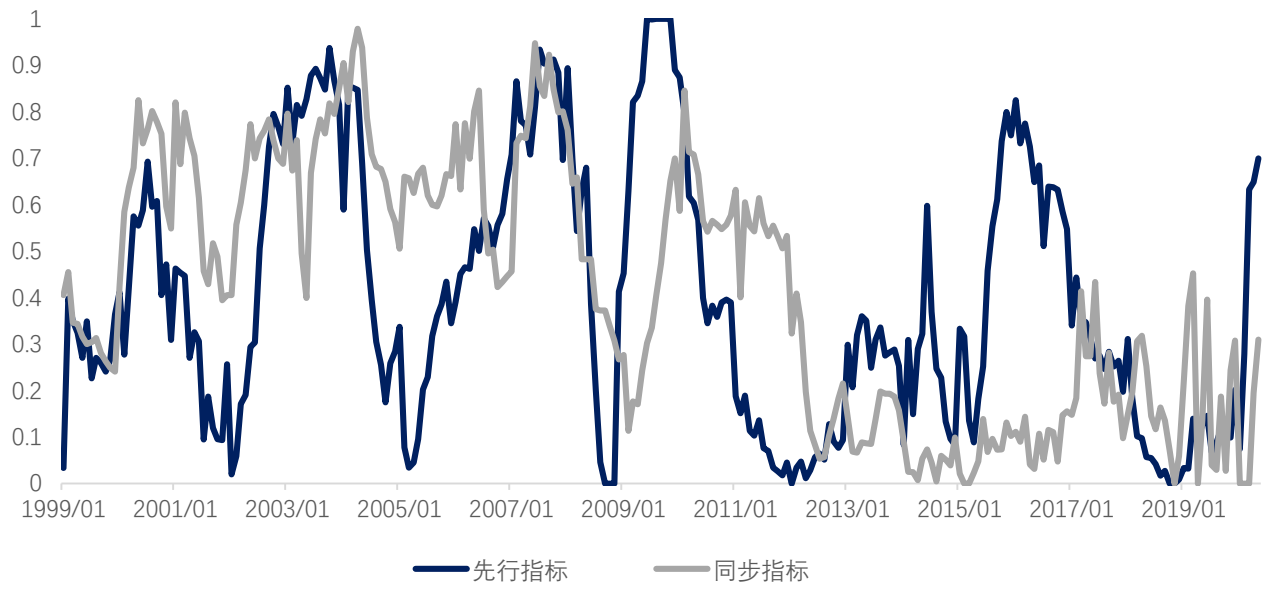
	韩国	1960-1999	6.3	10.4	18.1
	摩洛哥	1960-1999	3.7	4.0	7.7
	巴基斯坦	1970-1999	5.4	5.8	11.2
	马来西亚	1970-1999	4.2	4.9	9.6
合计	合计		4.8	5.2	10.2

资料来源：“Business Cycle in Developing Countries: Are They Different?”,国元证券研究中心

可以发现，除了韩国的经济周期较长之外，大部分表中的发展中国家，经济周期的时长大概在 2 年半-3 年左右。

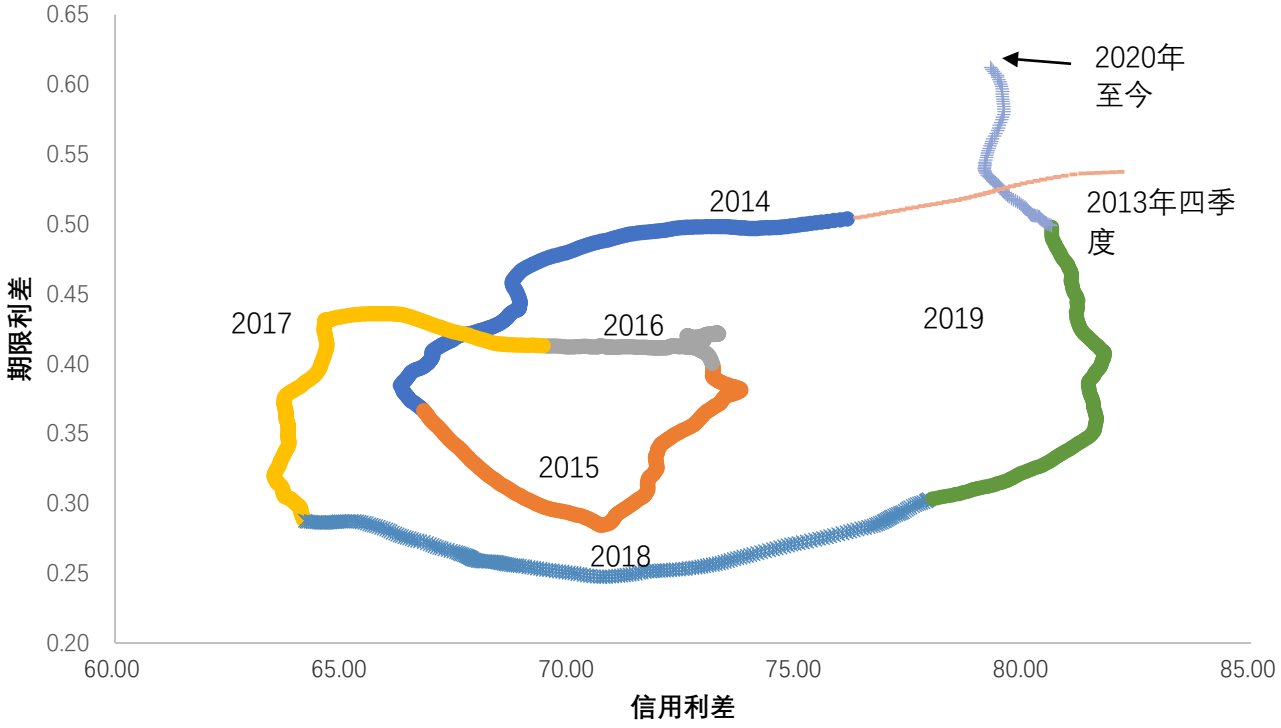
实际上，这与我们在中国的观察是一致的：

图 1：通过先行和同步指标观察中国经济周期



资料来源：Wind.国元证券研究中心

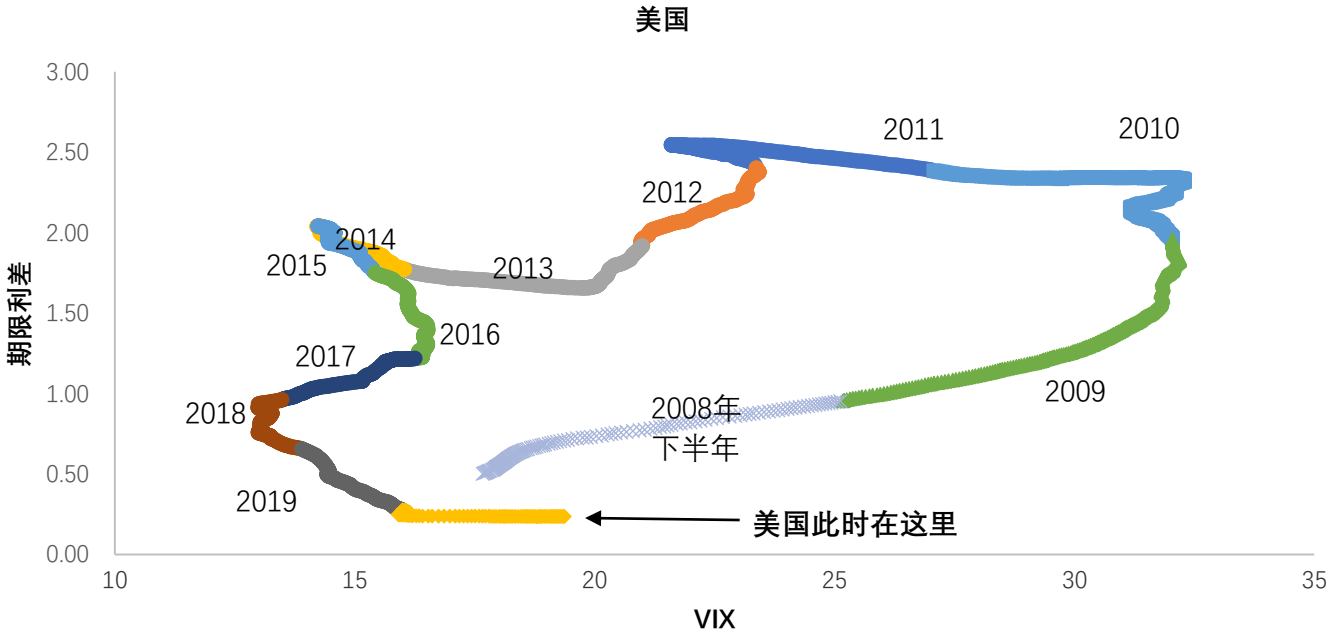
图 2：通过波动率观察中国经济周期



资料来源：Wind，国元证券研究中心

中国经济周期相比发达国家而言也普遍偏短。例如美国的经济周期明显较长。

图 3：美国经济周期



资料来源：Wind,国元证券研究中心

这个结论无法从工业化的角度得到支撑，如果说韩国的经济周期在可比新兴市场国家中较长，是因为工业化程度较高。那么中国的工业化水平业已不低，这无法解释中国经济周期偏短的事实。

我们对此有两种解释，实际上我们认为第二种解释是第一种解释的延伸。

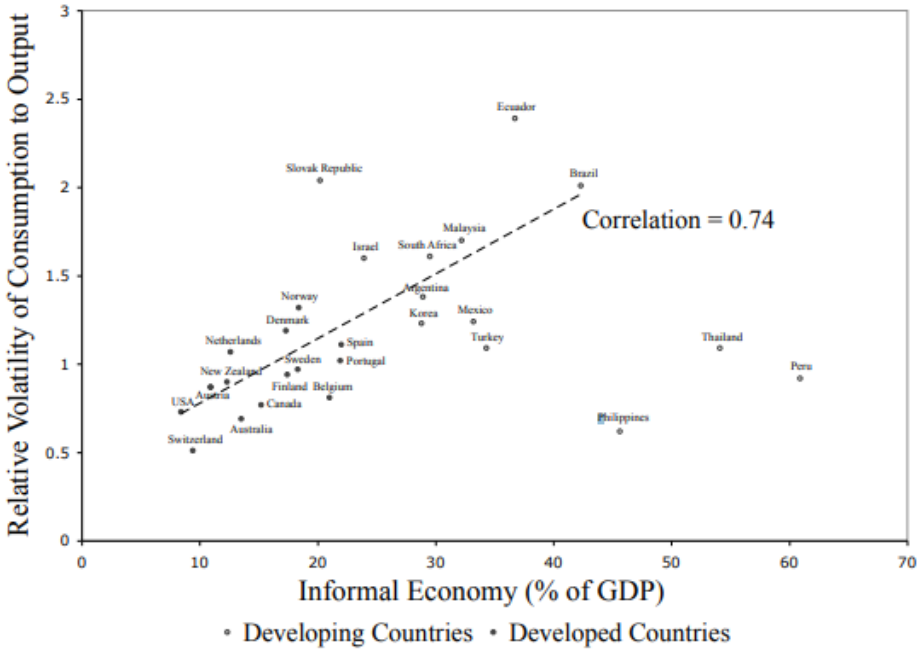
- 新兴市场国家非正式经济占比更高，导致消费/产出的波动率更大，带来经济更大的波动率。
- 新兴市场逆周期政策调控比发达市场更频繁。

我们认为实际上第二点是第一点的结果，但我们依然会把第二点单独拿出讨论，因为政策在我们的研究体系中极为重要，我们认为波动率的升高往往是意料之外的黑天鹅事件，但波动率的降低往往是政策导致。我们的一个猜想是：**降低波动率的政策和方法，往往是下一次波动率放大的诱因**。

1.2 可能的原因之一 -需求/产出的波动率

在 Paulina Restrepo Echevarria 的研究中[3]，发展中国家经济中非正式经济的占比更高，这导致发展中国家长期来看消费/产出的波动率更大。

图 4：消费/产出的波动率与非正式经济的占比[4]



[3] “Business Cycles in Developing vs. Developed Countries: The Importance of the Informal Economy”,Paulina Restrepo Echavarría 2008

[4] Figure 1，“Business Cycles in Developing vs. Developed Countries: The Importance of the Informal Economy “Paulina Restrepo Echavarría 2008

资料来源：“Business Cycles in Developing vs. Developed Countries: The Importance of the Informal Economy”国元证券研究中心

实际上这是一个非常有趣的结论，因为在之前的研究当中，有时候会把新兴市场经济波动率过大归因为治理，资源价格，发达市场周期等等。而如果我们认为新兴市场的经济周期更短，波动率更大是因为非正式经济（类似地摊经济的概念）。我们可以引出无数潜在的推论：

- 将经济系统规整，将更多商业体纳入正式经济和正式监管的过程（城镇化/供给侧改革/环保治理）是一个消弭宏观波动率的做法。

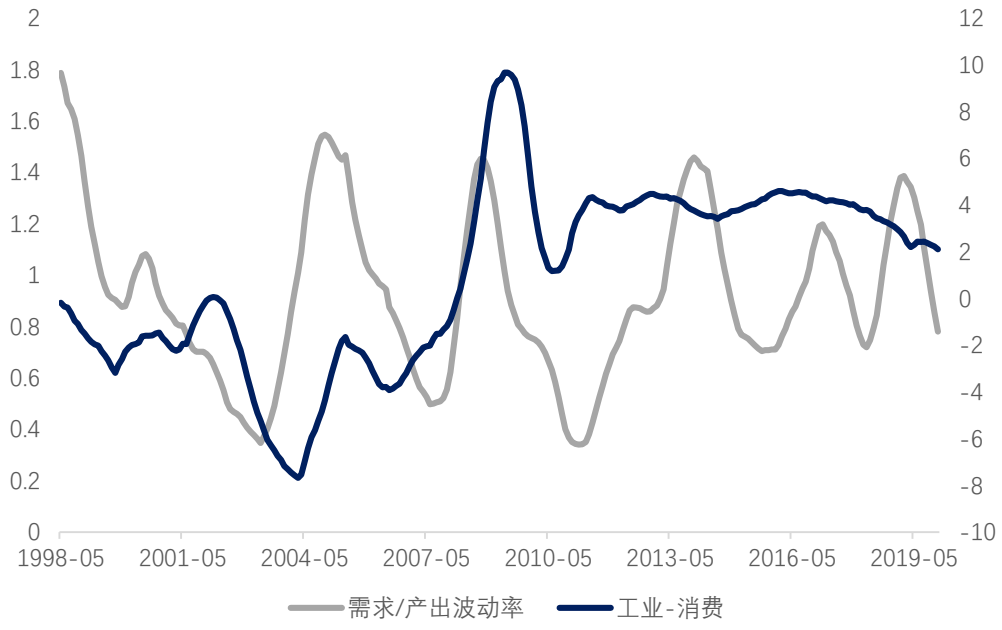
- 宏观调控被普遍认为是在对波动率进行调控，实际上它调控的是两个波动率，供给端的波动率和需求测得波动率，它的一个手段是通过调整正式和非正式的经济的占比。

- 新兴市场的监管确实要比发达市场更频繁，这并非是因为治理水平的差距，而是非正式经济天生波动率更大。

如果我们把上述思路应用到中国市场，会有一个有趣的发现:作为一个发展中国家，中国的非正式经济规模难以统计，但我们尝试用社会消费品零售的同比与规模以上工业增加值的差值来替代。思路在于类似地摊经济等非正式经济的利润最终会反映在消费上，但规模以上工业增加值不会包含过多非正式经济。

消费和产出的波动率我们依照上文中的方法，在对工业和消费数据进行处理之后计算可得，在 2012 年之前，工业/消费的波动率与工业-消费的差值实际上有一定的相关度，如下图所示：

图 5：需求/产出波动率与工业-消费差值

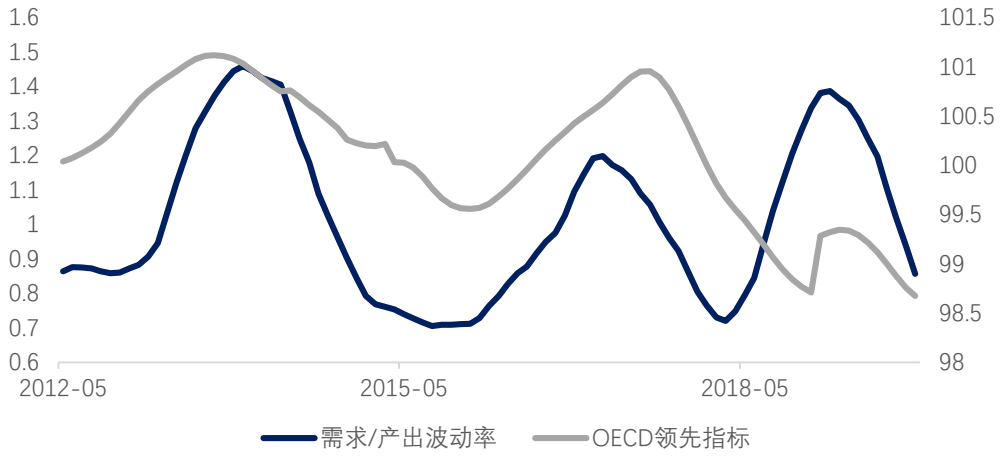


资料来源：Wind,国元证券研究中心

然而在 2012 年之后，这种相关性被打破，实际上我们认为如果从经济周期的角度，

消费/工业的波动率似乎比消费-工业的差值更能代表经济的活力。

图 6：如果中国的非正式经济同样满足图 5 中所示的相关性，实际上 2012 年之后非正式经济可能是中国 2012 年之后经济周期的推手之一



资料来源：Wind，国元证券研究中心

实际上，如果这样理解，我们可以得出一个假设：

- 作为一个发展中国家，中国的非正式经济体量依然巨大，中国非正式经济可能依然是拉动经济周期的推手之一。

1.3 可能的原因之二 - 逆周期的政策

另外一方面，新兴市场更快的政策周期往往也被视为是周期较短的原因之一。但正如前文所述，我们并不认为政策是因，反之我们认为这是经济波动率较大造成的结果。简单来说，我们认为波动率周期太快，是倒逼逆周期政策反复出台的原因。

而有趣的是，逆周期政策在解决前次的波动率放大问题的同时，往往埋下下一次波动率放大的种子，如此循环每下愈况。参考图二，我们可以把每次逆周期政策及之后下一次经济周期的危机诱因对比。

表 2：凡事有利有弊

时间	逆周期政策/经济推手	后续经济周期风险
2002	加入世贸组织，出口增加	经济周期与发达国家接轨
2005	向民企的宽松	资本市场过热
2009	财政刺激	刺激结束后经济增速放缓
2012	棚户区改造	负债率上行
2014	地方债/同业存单增加	负债率上行
2018	货币政策刺激	流动性淤积

资料来源：国元证券研究中心

因此在我们的理解中，逆周期政策的使用应该因地制宜适度为佳，过度的使用一样会带来危害。

我们认为良好的政策在于理解经济运行的机制，以尽可能小的成本化解结构性问题。**跨周期宏观调控在我们的眼中，是一种在更长时间段里面，尽可能降低需求/供给波动率从而达到降低市场风险的行为，这种行为将有两种组成部分：**

- **在需求波动率过高时遏制需求的波动率（财政刺激，拉动内需，“房住不炒”都在此类）**
- **在供给波动率过高时遏制供给的波动率（供给侧改革，环保限产都在此类）**

在这种调控思路下，货币政策，财政政策实际上都只是手段而非目的，实现供给和需求的平衡，降低需求/供给的波动率是目的。这个目的实现的过程中，国家的非正式经济将逐渐转化为正式经济，从而实现国家发展的目标（城镇化即为象征之一）。

1.4 跨周期调控的背景 – 经济体量增大之后，经济波动的绝对值也随之放大，逆周期的代价随之上升，直至不可持续

实际上如果我们观察历史，我们会发现逆周期的政策，被很多国家在特定的历史阶段采用过，但伴随着经济的发展，这种政策有它自己的历史局限性。包括但不限于：

- 逆周期所需的成本过高，经济发展水平越高，逆周期政策也随之变得昂贵。

- 逆周期政策的销率往往随时间推移而降低，这主要是因为逆周期往往过度着力于先周期行业。当前直升机撒钱是一种潜在的解决方案，但它依然面临第一条约束的限制。

下图中展示了应对冠状病毒危机是，货币政策刺激将 M2 与 GDP 的差距拉开到类似 2009 年的位置。

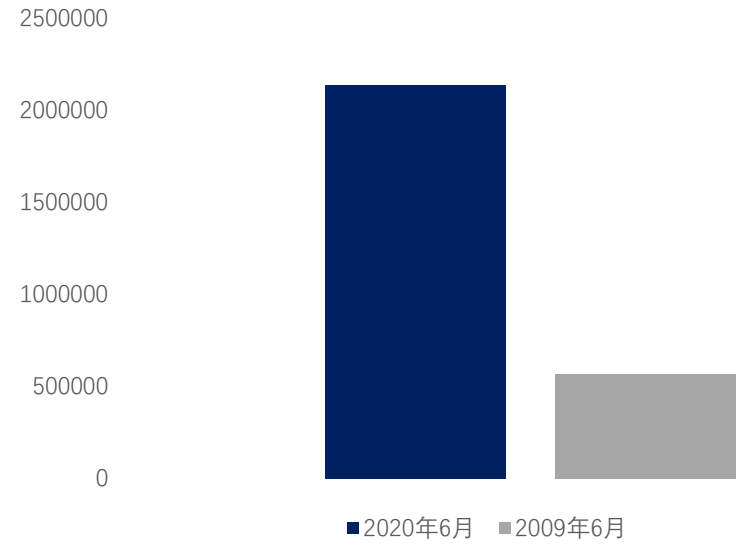
图 7：M2-GDP



资料来源：Wind,国元证券研究中心

但如果计算绝对量，11 年后的今天，货币政策刺激的花费巨大。

图 2：M2 的存量不可同日而语（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.从逆周期到跨周期

本文第一部分我们介绍了作为新兴市场国家，从逆周期调控向跨周期调控转变的必要性，以及在我们眼中的跨周期调控范式。

本文第二部分我们注重于介绍，逆周期调控向跨周期调控的历史经验和潜在结果。实际上我们认为历史上的美国就是一个优秀的案例。

2.1 海外市场的案例

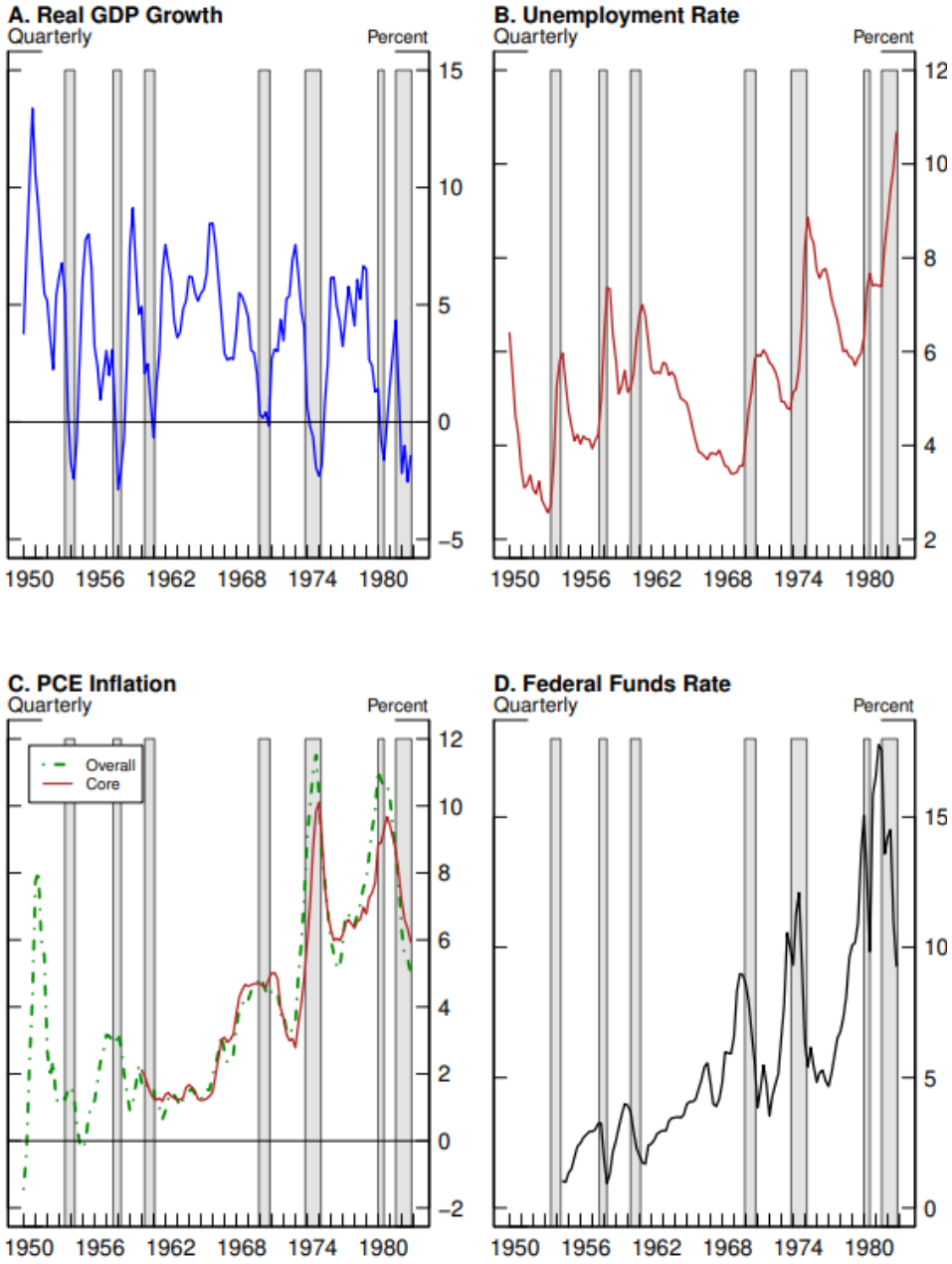
2019 年 8 月，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔的峰会上提到了美国战后经济的两个阶段，以及监管应对这两个阶段的不同办法。实际上如果从上文提到的角度出发，我们会对这两个阶段的划分有更直观，更深刻的印象，同时我们所得出的结论将支持第三部分的推论：**监管范式的改变将延长经济周期的长度。**

- 1950-1982 经济周期变化剧烈。

图 9：美国实际 GDP 增速，失业率，PCE，联邦基金目标利率。灰色时间段为 NBER 定义的萧条期[5]

[5] “Challenges for Monetary Policy” J.H.Powell, 2019

Figure 1. Era 1: 1950–82

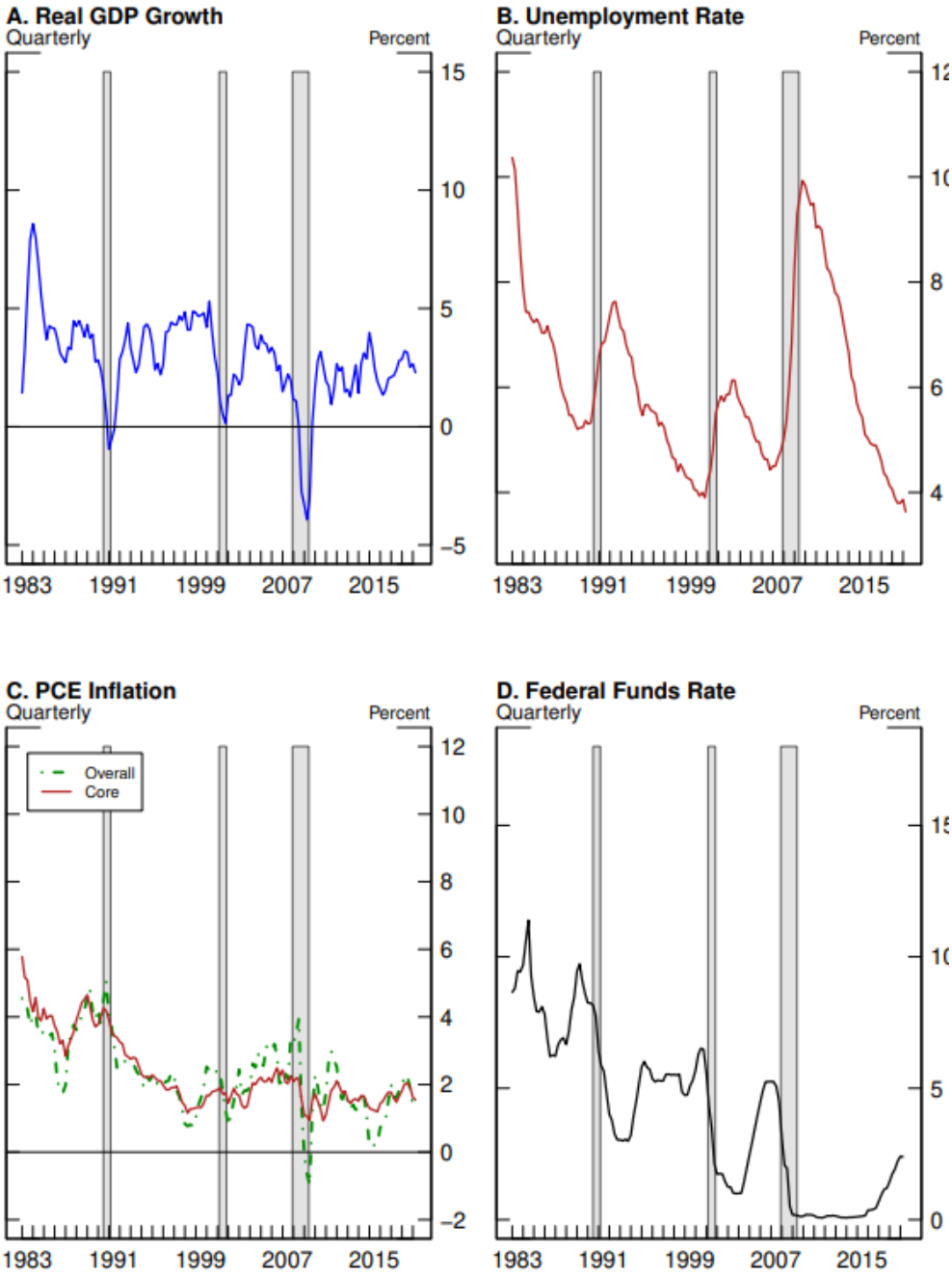


资料来源："Challenges for Monetary Policy"，国元证券研究中心

- 1983-2010，经济周期变化平缓。

图 3：1983-2010，平缓的周期，经济周期数量更少

Figure 2. Eras 2 and 3: 1983–2009 and 2010–present



资料来源：“Challenges for Monetary Policy”，国元证券研究中心

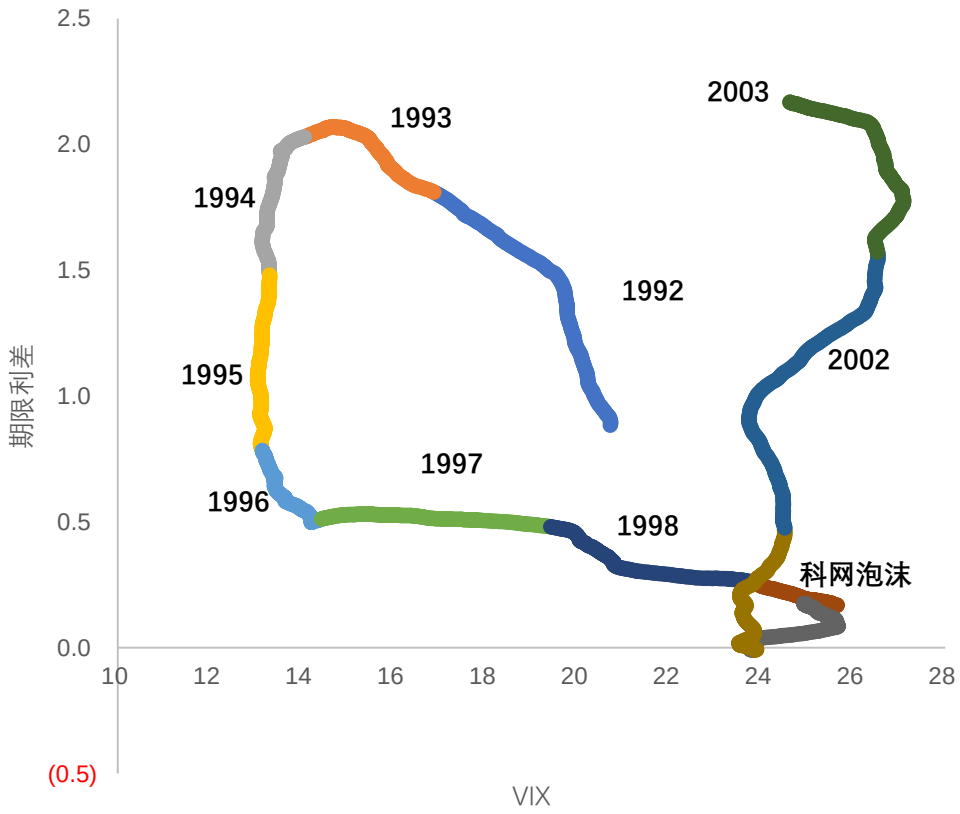
对于这两个阶段范式不同的解释有很多种，其中一种难以辩驳的论据是，1983 年之前，美国的通胀处于上行阶段，而之后通胀则长期低迷。对此我们的看法是，这是有可能的，但因果关系可能有另外一种解释，1979 年 Michael Bruno 和 Jeffery Sachs 在研究中发现：通胀的发生，供给的滑坡，有可能来自于中间产成品的价格飙升，以及实际工资没有及时下调而造成的连锁反应（“it is found that much of the inflation and sluggish output performance may be attributed to the jump in the real costs of

intermediate inputs and the failure of real wages to adjust downward after the input price shock”）[6]。

实际上这个结论与 Paulina Restrepo Echevarria 以及鲍威尔的结论是可以一起讨论的。如果由于种种原因，需求/供给的波动率放大，如果监管未能提前应对这种危机，在波动发生之后，监管能做的事情就已经不多，冲击已经造成，即便监管努力去遏制通胀预期，但结果依然是经济周期的碎片化，按照鲍威尔的原话“在 1950 年代和 1960 年代早期，萧条与繁荣连续三次快速发生“（The 1950s and early 1960s saw the economy oscillating sharply between recession and growth above 6 percent. Three expansions and contractions came in quick succession）。

有鉴于此，在 1983 年之后，联储的监管范式有所改变，即便存在通胀的压力，也尽力维持就业率的稳定，在我们眼里，这就是一种“跨周期”的监管而非“逆周期”的监管。有鉴于此，联储在 1995 年降低利率，在 1998 年第二次降低利率，即便当时美国经济周期可能已经处在后周期。

图 11：95-98 年，后周期的降息



资料来源：Wind,国元证券研究中心

当然这种做法，跨周期的调节并不是完全没有后果，一方面它确实延长了经济周期的

[6] “Supply Versus Demand Approaches To The Problem of Stagflation” , Michael Bruno & Jeffery Sachs, 1979

长度，但另一方面它同时积累了更大程度的风险，正如鲍威尔坦诚的“这同样引起了关于长期扩张是否不可避免地会导致金融盈余不可控的争论”（but also raised a question about whether long expansions inevitably lead to destabilizing financial excesses）。

2.2 国际经济周期不同步的结果

除了前文中提到的，从逆周期向跨周期监管可能也与当前国际经济周期不同步，且逆全球化趋势可能更加严重有关。我们以 2009-2012 年的德国经济为例。

在全球金融危机当中，德国政府与美国政府推高了期限利差，然而美国经济在 2010 年之后逐渐走上正轨，欧洲经济则在 2012 年进入了更严重的萧条。我们在此无意探索欧洲在全球金融危机中有没有更好的做法。但对于第三方国家来说，这种周期的不同步意味着第二次波动率的放大。下图中可以看到，全球经济领先指标在欧债危机前后二次探底。

图 4：全球金融危机之后欧债危机全球经济二次探底



资料来源：Wind，国元证券研究中心

而时至今日，中国当前经济周期的位置与 2011-2012 年的欧洲有诸多类似之处，进行跨周期的监管是存在紧迫性的。

3.跨周期调节的潜在结果和投资策略

在这一部分我们着力于介绍，如果在可预见的未来，共和国实行跨周期的调控，潜在的影响和可能的机会。

- 经济周期可能被延长。

一方面我们认为未来中国的经济周期可能被拉长，实际上在整个 2019 年，由于没有地产的帮助，M1 的复苏非常迟缓，实际上在我们眼中，地产的调控就是一种平复需求波动率的举措，在我们眼中，2019 年 M1 走势的迟缓与宏观调控思路的转变有着密不可分的关系。

经济周期的延长意味着资产价格周期的延长，这将是重要的范式转变。

- 未来除了经济数据之外，我们可能需要关注供给和需求的波动率。

当前宏观经济的研究注重于经济数据本身，但我们认为经济数据和金融市场的波动率同样非常重要，无论是供给端抑或是需求端，跨周期监管的一个思路可能是同时降低供给端和需求端的波动率从而达到遏制金融风险。

波动率的降低意味着风险的降低和风险偏好的提升。

- 跨周期调节意味着更稳定的发展周期，当然代价是在更长时间段内积累的尾部风险需要用更大的决心和智慧化解。

综上所述，我们的结论如下：

1. 本轮中国经济周期的持续时间可能较以往更长。
2. 未来中国经济指标的波动率可能降低。
3. 从长期来看，中国经济版图中非正式经济的规模将逐渐缩小，低波动率环境更有利于企业集中度的提高。

综上所述，除了对于权益市场不悲观之外，我们认为未来期权策略有可能成为良好的指数增强方法，上证 50 Buy Write/Put Write 策略有可能类似美国 PUT,BXM 基金，在长期跑赢 SPX 指数。

风险提示：上述判断的风险主要有三点：不确定性事件发生导致必须回到逆周期调节模式；反垄断审查开始从严导致集中度提高存在上限；尾部风险的积累比预期更快。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188